

学校编码: 10384
学号: 20051301195

分类号__密级__
UDC__

厦门大学

硕 士 学 位 论 文

中国上市公司现金股利与企业生命周期的实证研究

An Empirical Research on Cash Dividend and Firm
Life-Cycle Stage of the Chinese Listed Companies

彭 锋

指导教师姓名: 李常青 教授

专 业 名 称: 企业管理

论文提交日期: 2007 年 10 月

论文答辩时间: 2007 年 月

学位授予日期: 2007 年 月

答辩委员会主席: __

评阅人: __

2007 年 10 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。

本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明

确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。

2、不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名： 日期： 年 月 日

导师签名： 日期： 年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

摘 要

企业生命周期理论认为企业的发展都会经历初创、成长、成熟和衰退等不同阶段。处在不同阶段，企业的内部特征及其所面临的外部环境都会有所差异，管理者在制定经营战略与政策时只有考虑这些差异才能作出理性的决策。股利政策作为公司财务管理的三大核心政策之一，不仅关系到股东的经济利益，还关系到公司未来的发展前景。因此，管理者在制定股利政策时也应该考虑企业所处生命周期阶段，处在不同生命周期阶段的企业，其股利政策应采取不同的形式，表现出不同的特点。

近年来，我国上市公司的现金股利分配成为资本市场的热点问题之一。我国上市公司处在不同的生命周期阶段时，是否会基于不同的周期采取不同的股利政策呢？本论文希望对以上问题有所解答。本研究以 2000 年至 2006 年的中国上市公司为研究样本，使用多变量排序方法对企业的生命周期加以划分，来探讨企业股利政策与企业生命周期的相互关系，试图从生命周期这一全新的角度，分析近年来我国上市公司的股利分配行为。

全文共分六章。第一章提出问题并构建本文研究框架。第二章为文献回顾，首先回顾了西方 40 多年来股利政策理论的发展历程和国内相关研究，接着介绍了国内外学者在生命周期理论方面的研究。第三章为我国现金股利分配现状分析。第四章为研究设计，详细说明样本数据的收集过程、各个变量的定义与计算，建立回归模型并提出研究假设。第五章的内容是对实证结果的描述与分析。最后一章给出本文的结论，提出存在的不足以及未来的研究方向。

通过实证研究，作者得到的主要结论是：第一，在股利支付意愿方面，实证结果显示，我国上市公司会考虑企业所处生命周期阶段，来决定是否发放股利，但会受到我国将上市公司的分红状况作为考察其是否具有增发资格的条件之一的政策的影响。第二，在股利支付率上，我国上市公司会考虑所处生命周期阶段，来规划适当的股利支付率，但同样会受到上述政策的影响。第三，在股利支付水平上，我国上市公司会根据企业所处生命周期阶段来规划适当的支付水平。

关键词： 企业生命周期； 现金股利； 股利政策

Abstract

The development of a company will go through the stages of Introduction, Growth, Mature and Decline in the theory of firm life cycles. Companies of different life cycles have different internal character and circumstance. In order to make wise decision, the management needs to take these differences into consideration. Dividend policy is one of three main financial policies of a company, which affects not only the interests of shareholders but also the future development of the company. Therefore, the management will consider the stage of the company when making dividend policy. Thus the dividend policy of companies in different stages will show particular character.

Recent years, Cash dividend has become one of the hot issues in the research of capital market. The purpose of this essay is to try to explain whether companies of different firm life cycles have different dividend policies. This study uses samples from 2000 to 2006, divided firms according to different life cycle using multivariate ranking and examines the relationship between firm life-cycle stage and dividend policy. Using the theory of life cycle is a brand-new angel to explain the dividend policy of listed companies in China.

This paper is made up by six chapters in all. Chapter 1 introduces the background and the framework of this paper. Chapter 2 firstly reviews the development of dividend policy in the research overseas, and then introduces domestic research and empirical findings. Chapter 3 analyses the current cash dividend payout of listed companies in China. Chapter 4 is about the research framework, the sample collecting, the definition and calculation of each variable. Furthermore, it establishes regression models for the empirical research and raises research hypothesis as well. The content of Chapter 5 is the description and analysis of the empirical results. The last Chapter gives the conclusion of this whole paper, pointing out the limitation in this research and the future direction of this study.

The main conclusion of this empirical research includes, firstly, the empirical evidence shows that the listed companies in China will consider their firm life cycles

when making dividend payout decision. However, it will be affected by the policy that the cash dividend will be one of the condition to shares issued. Second, listed companies will consider their firm life cycles stage to plan appropriate dividend paying ratio. However, it will also be affected by the policy. Thirdly, the listed companies will consider their firm life cycles to plan appropriate dividend paying.

Key words: Firm Life-cycle; Cash Dividend; Dividend Policy

厦门大学博硕士论文摘要库

目 录

第一章 引言	1
第一节 选题背景与研究意义.....	1
第二节 研究思路与框架.....	3
第二章 文献回顾	5
第一节 西方股利政策相关文献.....	5
第二节 国内股利研究文献.....	12
第三节 企业生命周期理论相关文献	14
第三章 我国现金股利分配现状分析	22
第四章 研究设计	26
第一节 企业生命周期阶段的划分	26
第二节 样本数据的选择.....	28
第三节 研究变量的定义与计算	29
第四节 研究假设与模型.....	32
第五章 实证研究结果与分析	35
第一节 样本描述统计及分析	35
第二节 实证结果与分析.....	37
第六章 结论与讨论	44
第一节 结论.....	44
第二节 本文的不足与后续研究方向	45
参 考 文 献	46
后 记.....	51

Contents

Charpter 1	Introduction.....	1
Section 1	Research Motives and Objections	1
Section 2	Research Method and Framework	3
Chapter 2	Literature Review	5
Section 1	West Dividend Literature	5
Section 2	Research in China.....	12
Section 3	Firm Life Cycle Theory and Literature	14
Chapter 3	Analysis of China Listed Companies Cash Dividend.....	22
Chapter 4	Research Design	26
Section 1	Classify of Firm Life Cycle Stage.....	26
Section 2	Data Selecting	28
Section 3	Definition and Calculation of Variables	29
Section 4	Research Hypothesis and Models	32
Chapter 5	Empirical Results and Analysis	35
Section 1	Descriptive Statistician Results and Analysis.....	35
Section 2	Regression Tests and Analysis	37
Chapter 6	Conclusions and Discussion	44
Section 1	Conclusions	44
Section 2	Limitations and Directions of Further Research	45
Reference.....		46
Postscript.....		51

厦门大学博硕士论文摘要库

第一章 引言

第一节 选题背景与研究意义

股利政策是公司三大财务决策之一，是公司筹资、投资活动的延续。恰当的股利政策不仅可以树立起良好的公司形象，还可以增强广大投资者对公司进行长期投资意识，使公司获得长期、稳定的发展条件和机会。自从 1961 年，Miller 和 Modigliani 发表“股利政策、增长和股票估价”的著名论文，引发了财务学界对股利政策理论的全面讨论。经过四十多年的发展演进，西方股利理论已经在不同的角度得到了拓展，提出了许多解释“股利之谜”的理论学说，却仍然没能对股利之谜给出一个令人满意的解释。股利之谜一直是现代财务经济学中最大的谜团之一（Frankfurter, Kosedag 等，2002）。

西方发达国家上市公司股利政策的确定，是上市公司在股利发放与公司的未来发展之间、股东眼前利益与长远利益之间寻求最佳平衡的结果，其与公司的配股、增发等再筹资行为并没有直接的内在联系。而我国情况却截然不同，2000 年以前，我国上市公司多采取送股或转增股本为主要的股利分配方式，而实行现金分红的公司比例偏低。2000 年 11 月 6 日，中国证监会副主席范福春在第 6 期上市公司董事会培训班上指出^①，上市公司的不分配越演越烈，已经引起广大投资者的不满和监管机构的注意。上市公司不分配现象的严重，不利于投资者树立信心，不利于上市公司的规范、稳健运作，也不利于董事会履行对股东的诚信义务。基于上述的理由，证监会在 2001 年起将上市公司的分红状况作为考察其是否具有增发资格的条件之一，迫使很多上市公司为了获得增发资格、实现后续融资而普遍采取了针对该政策的策略性分配行为，导致了现金股利发放者的数目和比重这两个指标的大幅回升。从此以后，我国上市公司股利政策研究才引起广大学者的重视，很多学者利用国外的理论对我国上市公司股利政策从不同角度进行了实证研究，主要有两个研究视角：一是从股利政策对市场的效应角度，主要研究不同股利政策的信息传递效应；二是从上市公司内部和外部角度，分析其股利政策背后的动机和影响因素。研究结果发现，国外解释股利政策的主流理论——

^① “证监会副主席范福春：注意解决当前市场存在六大问题”，《证券时报》，2000 年 11 月 7 日。

股利信号传递模型和代理成本理论都无法解释中国上市公司的股利政策(原红旗, 2004)。

在传统主流理论失效的情况下,国外学者开始从新的研究视角来分析上市公司的股利政策,如企业生命周期理论,并进行了经验验证,基本支持了公司股利政策会受到企业所处生命周期阶段的影响,更合理地解释了“不断消失的股利”现象。的确,一个企业从其开始营业到逐渐成长、成熟的经营过程中,所面临的外部竞争环境与内部结构特征均不相同,为了追求永续经营与成长,必须要对其各阶段的经营发展详细地加以规划,维持适当的资金以满足未来经营和再投资的需要。因此,如何制定一套使得企业成长与股东期望之间达成均衡的股利政策是十分重要的。公司管理人员必须依据企业本身特性、外部经营环境及股东的期望来制定最恰当的股利政策。

有关企业生命周期理论与我国股利政策的实证研究目前尚无学者涉及,国外学者的研究都是在国外资本市场的背景下进行的,针对我国特殊的资本市场制度背景,这些结论在我国并不一定适用。本研究的目的是验证我国上市公司的股利政策是否会受到其目前所处生命周期阶段的影响而有所调整。公司处于不同的生命周期阶段,其股利发放意向、股利发放总额和股利发放类型等是否会有所不同。对于这些问题的回答不仅有助于投资者和监管层更好地分析和把握公司的股利政策,促进我国证券市场健康发展,而且对中国上市公司现金股利政策的理论研究也是一个有益的补充。

第二节 研究思路与框架

本文在 DeAngelo、DeAngelo 和 Stulz (2006), Denis 和 Osobov (2007), Grullon、Michaely 和 Swaminathan (2002), Fama 和 French (2001) 等研究的基础上, 借鉴 Anthony and Ramesh (1992) 和 Dickinson (2007) 划分生命周期的方法, 将 2000 年至 2006 年在沪深交易所主版上市的全部 A 股上市公司作为样本, 对上市公司股利政策和企业生命周期的关系进行了试探性的实证研究。

图 1 是本文的研究思路和分析框架。

本文共分为六章, 依次如下:

第一章(即本部分)为引言, 提出本文的选题背景与研究意义, 并理清本文的研究思路;

第二章是文献回顾, 首先回顾了西方 40 多年来股利政策理论的发展历程和相关文献。接着介绍了生命周期理论的发展演变和国内外学者运用该理论对股利政策进行的相关研究;

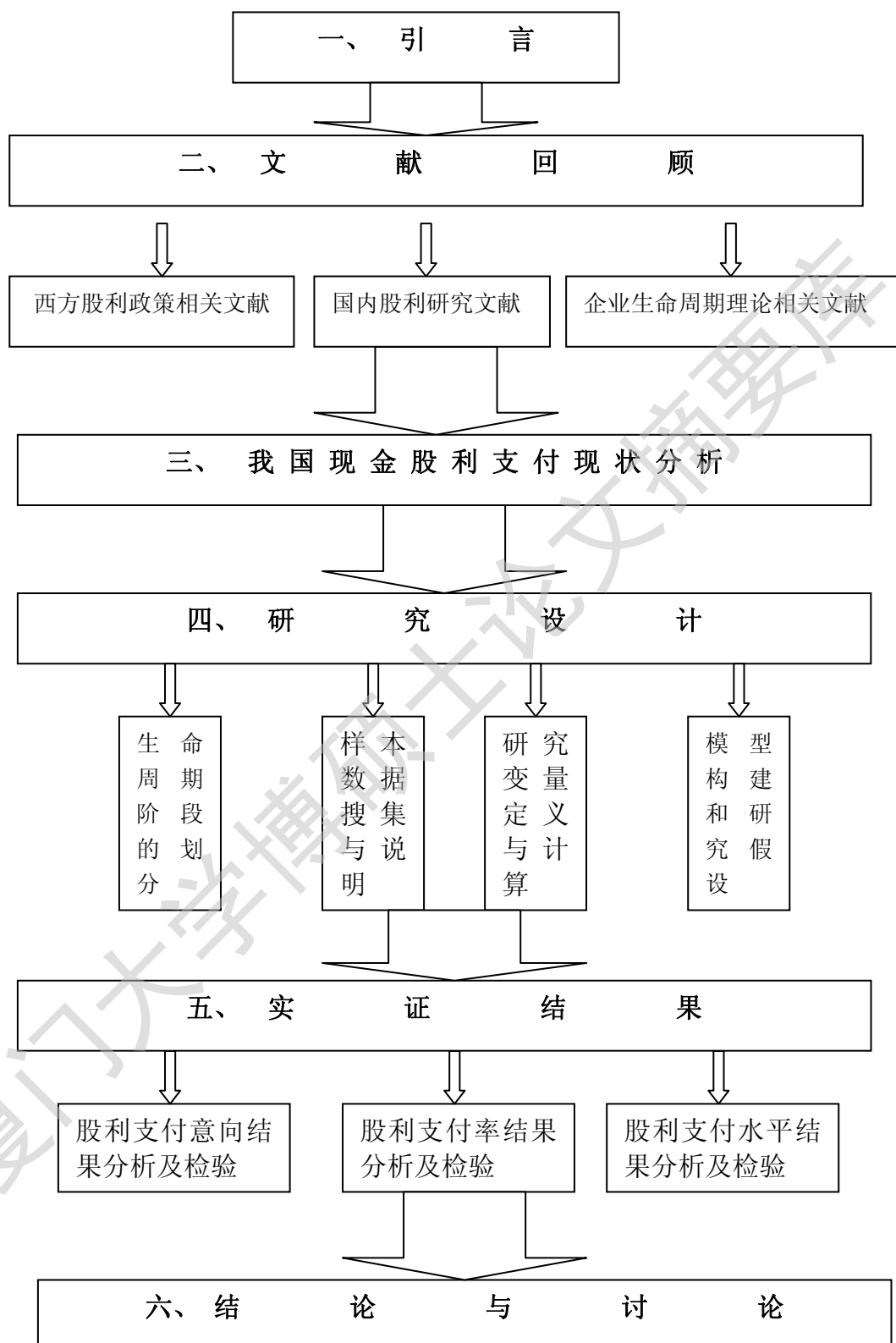
第三章是我国现金股利分配现状分析。详细的分析了我国现金股利支付的现状和存在的问题;

第四章是研究设计, 具体为: 样本数据搜集与说明、研究变量的定义和计算、回归模型的建立与本文的研究假设;

第五章是实证研究结果检验与分析, 包括变量的描述性统计结果和实证分析结果;

第六章是结论与讨论, 得出本文的研究结论并进行相关讨论, 指出研究当中存在的一些局限性, 并提出未来的研究改进方向。

图 1：本文研究框架



第二章 文献回顾

第一节 西方股利政策相关文献

西方关于股利政策的研究最早是和证券估价分析联系在一起的,很少作为一个专门的研究领域引起经济学家们的注意。直至 1961 年,美国芝加哥大学两位财务学家 Miller 和 Modigliani 在《商业杂志》上发表题为《股利政策、增长和股票估价》的著名论文后,股利政策研究一时成为热门话题,得到众多知名学者的重视,引发了财务学界对股利政策理论的全面讨论。从西方股利研究发展历程来看,基本可以分为两个阶段:20 世纪 70 年代以前的传统股利理论和 20 世纪 70 年代以后的现代股利理论。

一、传统股利理论

根据股利是否会影响企业的价值的争论,西方学者自六十年代以来形成了三个主要学派。

(一)“一鸟在手”理论

“一鸟在手”理论(Bird-in-the-hand theory)源于谚语“双鸟在林不如一鸟在手”。该理论认为,由于股票价格波动较大,在投资者眼里股利收益要比由留存收益再投资带来的资本利得更为可靠,又由于投资者一般均为风险厌恶型,宁可现在收到较少的股利,也不愿承担较大的风险等到将来收到金额较多的股利,故投资者将偏好股利而非资本利得。在这种思想影响下,当公司提高其股利支付率时,就会降低投资者的风险,投资者可要求较低的必要报酬率,公司股票价格上升;如果公司降低其股利支付率或延付股利,则会增加投资者的风险,投资者必然要求较高的必要报酬率,以作为负担额外风险的补偿,从而导致公司股票价格下降。^①由此可见,“一鸟在手”理论认为股利政策与企业的价值息息相关,支付股利越多,股价越高,公司价值越大。“一鸟在手”理论可以说是流行最广泛和最持久的股利理论。其初期表现为股利重要论,后经 Williams (1938)、Lintner (1956)、Walter (1956) 和 Gordon (1959) 等发展成为“一鸟在手”理论。

当然,“一鸟在手”理论本身也有缺陷。它实际上混淆了投资决策和股利决

^① Myron J. Gordon, “Optional Investment and Financial Policy”, Journal of Finance, May, 1963.

策对股票价格的影响。Hess（1981）指出：“在未来资本利得贴现率大于未来股利所得的贴现率情况下，Gordon 的论点实际上建立在高风险投资政策与低市场价值之间的因果关系之上，而非建立在股利本身的某些内在价值之上。”所以，Bhattacharya（1979）将其称之为“手中鸟谬误”。如果公司发放较少的股利而将钱留下来用于投资，这些投资的未来收益具有很大的不确定性，正因为投资决策的风险而不是低股利，市场对低股利的公司采用较高的贴现率。^①

（二）股利无关论

股利无关论是由美国经济学家 Miller 和 Modigliani 两位教授于 1961 年提出的。该理论认为在严格的假设条件下，股利政策不会对企业的价值或股票价格产生任何影响。因此，单就股利政策而言，既无所谓最佳也无所谓最次，它与企业价值不相关。一个公司的股价完全是由其投资决策所决定的获利能力所影响的，而非决定于公司的利润分配政策。MM 理论的提出，是建立在以下三个假设基础上的：

（1）完全资本市场假设(perfect capital market)：这是指在资本市场上任何投资者都无法大得足以通过其自身交易影响操纵证券价格；投资者可以平等地免费获取影响股票价格的任何信息；证券的发行、买卖不存在发行成本、经纪人佣金及其他交易费用；资本利得和股利之间不存在税收差异。

（2）理性行为假设(rational behavior)：每个投资者都是个人财富最大化的追求者，对财富的增加是采取现金形式还是股本增值的形式没有偏好。

（3）充分肯定假设(perfect certainty)：所有的投资者对未来投资机会和利润完全有把握，对公司的未来发展充满了信心。Miller 和 Modigliani 认为在完善的资本市场中，股票价格反映了所有可供利用的信息，获得非正常利润的机会是不存在的，投资者只能得到经风险调整后的平均市场收益。他们声称，在给定公司投资决策的情况下，公司价值完全取决于公司资产的盈利能力，或者说是公司的投资决策，而利润在股利与留存收益间的分割并不影响公司的价值，因为投资者并不关心他们的收入来自资本利得还是股利。

MM 理论成功地利用数学模型揭示了股利政策与股票价值的正确关系，但其理论的前提条件过于脱离现实，以至使其结论与现实情况不相吻合。但不管怎么说，MM 理论开创了股利政策研究的新篇章。此后人们对公司股利政策的探索发

^① 李常青，《股利政策理论与实证研究》，北京，中国人民大学出版社，2001，第 17 页

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库